



伊利股份

盈利有望超出指引，估值具备提升空间

业绩预览

预测 1H16 收入/净利润同比+2%/+17%

预计 2Q 单季收入/营业利润/净利润分别同比+2%/+11%/+16%。

关注要点

2Q 液态奶份额保持提升，奶粉仍然承压。预计 2Q 公司液态奶增速高个位数，超过行业整体低个位数的增速，份额持续提升。几大高端细分品类中，预计金典增速 10% 以上，畅轻 20% 以上，安慕希 80~100% 增长。奶粉业务受行业价格战与甩货拖累，预计仍然有 20% 左右下滑，此外 5 月起畜牧业收入不再并表，我们测算单季收入整体增速为低个位数。

预计毛利率与销售费用率环比略降。产品结构升级与原料成本下降继续带动毛利率同比提升，但因 2Q 大牧场收奶价格同比降幅不及 1Q，且春节期间高端产品销售占比偏高，预计 2Q 毛利率将环比 1Q 略降。行业仍然呈现供给过剩，竞争激烈态势，因蒙牛 2Q 加强了对大区利润的考核，且部分销售费用投放从线下转至线上，预计行业促销与价格战力度呈现边际改善，带动 2Q 销售费用率环比 1Q 略降。预计 2Q 单季营业利润同比增长 11%。

2H16 展望：公司在液奶高端细分品类的增速仍显著高于对手，2H 有望持续，带动公司收入与毛利率的持续提升。奶粉业务则寄望 4Q 新政落地后小品牌退出带来的恶性竞争趋缓。原料上，预计 2H 原奶价格仍将维持低位震荡，成本端压力不大。今年伊利和蒙牛抢占市场份额的态度仍然坚决，同时行业供需关系仍未调整到位，需求疲软叠加供给过剩，2H 两家企业费用率能否持续下行仍有待观察。但从基数角度，伊利 2H15 利润基数偏低，2H16 利润增长压力较小，从全年看，利润增速有望超出管理层给出的高个位数增长指引。

估值与建议

因奶粉业务下滑幅度超出我们此前预期，下调 16/17 年收入预测 1.9%/5.4% 至 621/646 亿元，因成本下降与结构升级带来的毛利率提升超出我们此前预期，上调 16/17 年盈利预测 10.9%/14.1% 至 55.7/62.1 亿元，当前股价对应 16/17 年 P/E 分别为 20/18 倍，在食品饮料板块估值整体上行的趋势下，公司估值具备进一步提升空间，我们给予公司 16 年 25 倍 P/E，上调目标价 24% 至 23 元，维持推荐评级。

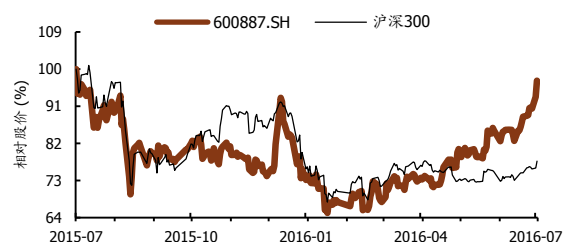
风险

行业价格战力度超预期、原料成本大幅波动、食品安全问题。

维持推荐

股票代码 600887.SH
 评级 推荐
 最新收盘价 人民币 18.60
 目标价 人民币 22.95

52 周最高价/最低价 人民币 18.93~12.14
 总市值(亿) 人民币 1,128
 30 日日均成交额(百万) 人民币 648.13
 发行股数(百万) 6,065
 其中：自由流通股(%) 99
 30 日日均成交量(百万股) 38.24
 主营行业 食品饮料



(人民币 百万)	2014A	2015A	2016E	2017E
营业收入	54,436	60,360	62,128	64,583
增速	13.9%	10.9%	2.9%	4.0%
归属母公司净利润	4,144	4,632	5,567	6,209
增速	30.0%	11.8%	20.2%	11.5%
每股净利润	0.68	0.76	0.92	1.02
每股净资产	3.07	3.26	3.73	4.21
每股股利	0.80	0.45	0.54	0.60
每股经营现金流	0.40	1.57	1.28	1.45
市盈率	27.2	24.4	20.3	18.2
市净率	6.1	5.7	5.0	4.4
EV/EBITDA	17.8	15.7	12.7	11.1
股息收益率	2.2%	2.4%	2.9%	3.2%
平均总资产收益率	11.5%	11.7%	13.5%	14.0%
平均净资产收益率	23.8%	24.1%	26.3%	25.8%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

吕若晨，CFA

袁霏阳

分析师

分析师

ruochen.lv@cicc.com.cn

feiyang.yuan@cicc.com.cn

SAC 执业编号：S0080514080002

SAC 执业编号：S0080511030012

SFC CE Ref: BEE828

SFC CE Ref: AIZ727



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)					主要财务比率				
	2014A	2015A	2016E	2017E		2014A	2015A	2016E	2017E
利润表									
营业收入	54,436	60,360	62,128	64,583	营业收入	13.9%	10.9%	2.9%	4.0%
营业成本	36,400	38,376	38,367	39,748	营业利润	69.4%	9.9%	30.5%	12.5%
营业税金及附加	185	251	258	269	EBITDA	65.5%	11.7%	22.9%	12.4%
营业费用	10,075	13,258	13,653	13,829	净利润	30.0%	11.8%	20.2%	11.5%
管理费用	3,163	3,456	3,557	3,698	盈利能力				
财务费用	155	297	120	104	毛利率	33.1%	36.4%	38.2%	38.5%
其他	-176	-14	-30	-30	营业利润率	7.9%	7.8%	9.9%	10.7%
营业利润	4,282	4,708	6,142	6,907	EBITDA 利润率	11.1%	11.2%	13.3%	14.4%
营业外收支	504	816	497	497	净利润率	7.6%	7.7%	9.0%	9.6%
利润总额	4,786	5,524	6,639	7,404	偿债能力				
所得税	619	869	1,045	1,165	流动比率	1.12	1.09	1.13	1.20
少数股东损益	22	23	27	30	速动比率	0.85	0.83	0.88	0.94
归属母公司净利润	4,144	4,632	5,567	6,209	现金比率	0.76	0.72	0.77	0.83
EBITDA	6,036	6,743	8,286	9,317	资产负债率	52.3%	49.2%	45.9%	43.5%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	14,273	13,084	14,067	15,508	回报率分析				
应收账款及票据	788	840	774	802	总资产收益率	11.5%	11.7%	13.5%	14.0%
预付款项	390	615	614	636	净资产收益率	23.8%	24.1%	26.3%	25.8%
存货	5,008	4,663	4,662	4,830	每股指标				
其他流动资产	542	584	584	584	每股净利润 (元)	0.68	0.76	0.92	1.02
流动资产合计	21,001	19,786	20,702	22,361	每股净资产 (元)	3.07	3.26	3.73	4.21
固定资产及在建工程	14,083	15,342	17,402	19,177	每股股利 (元)	0.80	0.45	0.54	0.60
无形资产及其他长期资产	2,405	2,471	2,417	2,366	每股经营现金流 (元)	0.40	1.57	1.28	1.45
非流动资产合计	18,493	19,845	21,851	23,575	估值分析				
资产合计	39,494	39,631	42,553	45,936	市盈率	27.2	24.4	20.3	18.2
短期借款	8,072	6,190	6,190	6,190	市净率	6.1	5.7	5.0	4.4
应付账款及票据	8,451	9,892	9,890	10,231	EV/EBITDA	17.8	15.7	12.7	11.1
其他流动负债	2,233	2,120	2,179	2,262	股息收益率	2.2%	2.4%	2.9%	3.2%
流动负债合计	18,757	18,202	18,259	18,683					
长期借款和应付债券	704	0	0	0					
非流动负债合计	1,909	1,283	1,283	1,283					
负债合计	20,673	19,485	19,542	19,966					
股东权益合计	18,634	19,788	22,625	25,554					
少数股东权益	188	162	189	219					
负债及股东权益合计	39,494	39,434	42,357	45,739					
现金流量表									
净利润	4,144	4,632	5,567	6,209					
折旧和摊销	1,423	1,724	1,993	2,276					
营运资本变动	-2,342	1,375	125	206					
其他	-789	1,805	-10	-10					
经营活动现金流	2,436	9,536	7,773	8,765					
投资活动现金流入	3,069	325	0	0					
投资活动现金流出	-4,067	-3,812	-4,000	-4,000					
投资活动现金流	-999	-3,487	-4,000	-4,000					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	9,561	10,821	60	60					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流	2,882	-6,279	-2,789	-3,324					
汇率变动对现金的影响	0	-14	0	0					
现金净增加额	4,320	-244	983	1,441					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

内蒙古伊利实业集团股份有限公司是中国销售规模最大的乳制品市场企业之一，2013 年销售额位居中国第一。公司下设液态奶、冷饮、奶粉、酸奶和原奶五大事业部，所属企业八十多个，生产"伊利"牌液态奶、雪糕、冰淇淋、奶粉、酸奶等 1000 多种产品。伊利雪糕、冰淇淋连续十年产销量居全国第一，伊利超高温灭菌奶连续七年产销量居全国第一。



图表 1: 1H16 财务数据预览

(人民币百万元)	1H15	1H16E	2015	2016E	年度				半年度							
					2012	2013	2014	2015	1H12	2H12	1H13	2H13	1H14	2H14	1H15	2H15
营业收入	30,151	30,815	60,360	62,128	41,991	47,779	54,436	60,360	21,181	20,810	24,021	23,758	27,471	26,966	30,151	30,209
同比增长	9.8%	2.2%	10.9%	2.9%	12.1%	13.8%	13.9%	10.9%	11.8%	12.5%	13.4%	14.2%	14.4%	13.5%	9.8%	12.0%
营业成本	19,473	18,164	38,376	38,367	29,505	34,083	36,400	38,376	14,822	14,683	16,608	17,475	18,248	18,152	19,473	18,902
毛利率	35.4%	41.1%	36.4%	38.2%	29.7%	28.7%	33.1%	36.4%	30.0%	29.4%	30.9%	26.4%	33.6%	32.7%	35.4%	37.4%
销售费用	6,015	7,491	13,258	13,653	7,778	8,546	10,075	13,258	4,173	3,605	4,806	3,741	5,222	4,853	6,015	7,243
销售费用率	19.9%	24.3%	22.0%	22.0%	18.5%	17.9%	18.5%	22.0%	19.7%	17.3%	20.0%	15.7%	19.0%	18.0%	19.9%	24.0%
管理费用	1,349	1,562	3,456	3,557	2,810	2,392	3,163	3,456	1,344	1,466	1,149	1,242	1,484	1,679	1,349	2,107
管理费用率	4.5%	5.1%	5.7%	5.7%	6.7%	5.0%	5.8%	5.7%	6.3%	7.0%	4.8%	5.2%	5.4%	6.2%	4.5%	7.0%
财务费用	214	34	297	120	49	(33)	155	297	35	14	(7)	(26)	(52)	207	214	83
营业利润	3,077	3,433	4,894	6,222	1,616	2,659	4,390	4,894	667	949	1,313	1,346	2,503	1,886	3,077	1,818
同比增长	22.9%	11.6%	11.5%	27.1%	-7.5%	64.6%	65.1%	11.5%	-15.6%	-0.7%	97.0%	41.8%	90.7%	40.1%	22.9%	-3.6%
利润总额	3,188	3,744	5,524	6,639	2,087	3,060	4,786	5,524	928	1,159	1,495	1,565	2,684	2,101	3,188	2,335
同比增长	18.8%	17.4%	15.4%	20.2%	-2.3%	46.7%	56.4%	15.4%	-4.7%	-0.4%	61.1%	35.1%	79.5%	34.3%	18.8%	11.1%
所得税	514	613	869	1,045	351	(141)	619	869	152	199	(251)	110	378	241	514	355
归属母公司净利润	2,662	3,124	4,632	5,567	1,717	3,187	4,144	4,632	762	956	1,738	1,449	2,293	1,851	2,662	1,970
同比增长	16.1%	17.3%	11.8%	20.2%	-5.1%	85.6%	30.0%	11.8%	-6.7%	-3.8%	128.2%	51.6%	31.9%	27.7%	16.1%	6.4%
净利润率	8.8%	10.1%	7.7%	9.0%	4.1%	6.7%	7.6%	7.7%	3.6%	4.6%	7.2%	6.1%	8.3%	6.9%	8.8%	6.5%

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部预测

图表 2: 盈利预测调整

人民币 百万元	调整前	2016E		变动	调整前	2017E		变动
		调整后	调整后			调整后	调整后	
收入	63,344	62,128	62,128	-1.9%	68,290	64,583	64,583	-5.4%
毛利率	36.7%	38.2%	38.2%	1.5%	36.8%	38.5%	38.5%	1.6%
销售费用	13,921	13,653	13,653	-1.9%	15,000	13,829	13,829	-7.8%
销售费用率	22.0%	22.0%	22.0%	0.0%	22.0%	21.4%	21.4%	-0.6%
管理费用	3,627	3,557	3,557	-1.9%	3,910	3,698	3,698	-5.4%
管理费用率	5.7%	5.7%	5.7%	0.0%	5.7%	5.7%	5.7%	0.0%
营业利润	5,355	6,222	6,222	16.2%	5,860	6,987	6,987	19.2%
营业利润率	8.5%	10.0%	10.0%	1.6%	8.6%	10.8%	10.8%	2.2%
所得税	942	1,045	1,045	10.9%	1,021	1,165	1,165	14.1%
所得税率	15.7%	15.7%	15.7%	0.0%	15.7%	15.7%	15.7%	0.0%
净利润	5,018	5,567	5,567	10.9%	5,442	6,209	6,209	14.1%
净利润率	7.9%	9.0%	9.0%	1.0%	8.0%	9.6%	9.6%	1.6%
每股收益(元)	0.83	0.92	0.92	10.9%	0.90	1.02	1.02	14.1%

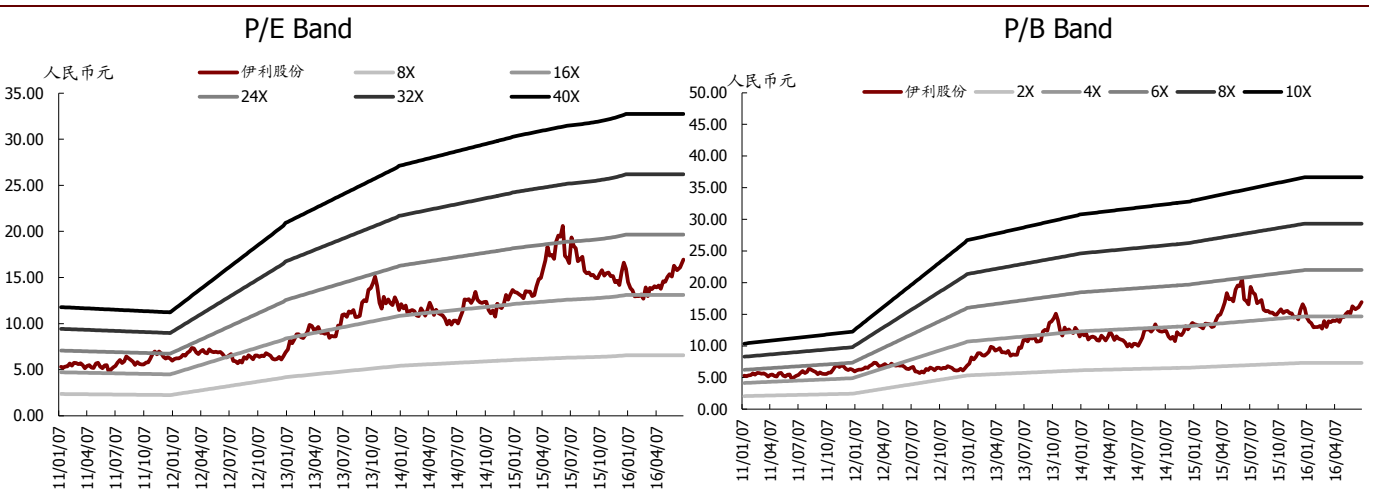
资料来源: 中金公司研究部预测

图表 3: 可比公司估值表

	代码	当前股价 2016/7/12	市值 亿元	市盈率 2015A	市盈率 2016E	市盈率 2017E	市净率 2015A	市净率 2016E	市净率 2017E	净资产收益率(%)			股息收益率(%)			EV/EBITDA		
				2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
乳制品板块																		
	伊利股份	18.60	1128	24.4	20.3	18.2	5.7	5.0	4.4	23.4	24.6	24.3	2.4	2.9	3.2	16.8	12.7	11.3
	光明乳业	14.57	179	43.9	35.4	30.0	3.9	3.6	3.3	9.0	10.3	11.1	0.8	0.8	0.8	13.2	12.2	10.7
	贝因美	14.56	149	-95.8	322.7	59.0	4.4	4.3	3.6	-4.6	1.3	6.2	0.0	0.0	0.0	-578.3	74.5	24.0
	乳制品板块总体平均			34.1	27.8	24.1	4.7	4.3	3.8	9.3	12.1	13.9	1.1	1.2	1.4	15.0	12.4	11.0

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 4: 历史估值区间



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150902
编辑：杨梦雪



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

